

Política econômica

A inflação (que) desafia a política monetária*

Edison Marques Moreira**

Economista da FEE

Depois de experimentar um longo período de baixa inflação, a economia mundial tem enfrentado, desde 2007, um novo processo de crescimento de preços. Se, até meados de 2007, as pressões inflacionárias se limitavam aos mercados de petróleo e de *commodities* metálicas, a partir daí, altas nas cotações de soja, milho e trigo, com forte impacto sobre os preços de carnes, ovos e leite, incorporaram-se a esse cenário. Nesse sentido, o índice de preços de alimentos da Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (ONU/FAO), que engloba 55 *commodities* agrícolas, apresentou alta de 57% entre março de 2007 e março de 2008.

A trajetória crescente das taxas de inflação em um cenário global de reduzidas taxas de desemprego, de elevadas taxas de crescimento da oferta de moeda e de aumento da especulação com *commodities*, embora atribuída, fundamentalmente, às pressões de preços associadas ao persistente crescimento mundial, em especial no que se refere ao forte crescimento da demanda nas grandes economias emergentes, esteve condicionada, parcialmente, a pressões de oferta, expressas em estoques reduzidos de grãos, refletindo, assim, condições climáticas adversas em importantes regiões produtoras, bem como padrões ineficientes de alocação de áreas agricultáveis resultantes de políticas protecionistas, especialmente em economias maduras.

Diante dessa situação, a pressão inflacionária tem-se constituído em desafio adicional à calibragem das ações de política monetária dos bancos centrais, com vistas a assegurar a estabilidade financeira, o crescimento econômico, bem como o controle da inflação.

No Brasil, em parte como reflexo dessa conjuntura, a inflação medida pela variação do IPCA atingiu 3,64% no acumulado até junho de 2008 e 6,06% em 12 meses.

Neste último caso, portanto, ficou acima do centro da meta, que é de 4,5% para este ano. Essa situação é atribuída ao descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e da oferta em um contexto de pressões — observadas em escala global — nos preços de *commodities* agrícolas — carne, leite e derivados —, que começaram a subir com maior intensidade em 2007, revertendo, desse modo, o cenário bastante benigno que vigorara no ano anterior. Por trás desses aumentos, encontram-se fatores estruturais que tendem a ser persistentes, como a maior demanda por parte de grandes países asiáticos — China e Índia — e o deslocamento da produção de algumas culturas, como o milho, em favor da produção de biocombustíveis.

Além disso, fatores transitórios, tais como condições climáticas adversas, também têm pressionado os preços dos alimentos, do mesmo modo que restrições tarifárias e não tarifárias impostas por diversos países ao comércio de produtos específicos nos últimos meses. Mais recentemente, aliaram-se aos fatores acima o aumento mais intenso do preço do petróleo e os reajustes elevados nos preços de algumas *commodities* não agrícolas, como, por exemplo, o minério de ferro.

Assim sendo, o objetivo deste texto é salientar as possíveis dificuldades que o Banco Central (Bacen) tem para controlar o atual processo inflacionário via medidas de política monetária, posto que parte dele foi gerado no exterior, fora, portanto, de sua influência. Para isso, são analisadas, inicialmente, as dificuldades dos países em utilizar instrumentos de política monetária para controlar a inflação que têm na sua estrutura um forte componente externo. Logo após, fazem-se algumas colocações sobre a alta dos alimentos, e, a seguir, é abordada a forma como o Bacen está praticando a política monetária no atual momento. Por último, são realizadas algumas considerações.

* Artigo recebido em 11 jul. 2008.

** E-mail: moreira@fee.tche.br

1 Dificuldades à vista

Desde o início de 2004, havia sinais de que algo de extraordinário estava acontecendo na economia global: a criação de um novo pólo de crescimento na Ásia, liderado pela economia chinesa, sendo esse lugar ocupado pela primeira vez por um país emergente. Esse extraordinário crescimento da China, da Índia e de outros países emergentes passou a exercer uma importante pressão de demanda, cujos sintomas mais claros vinham da forte elevação dos preços do aço, de matérias-primas minerais, de metais, do petróleo e, mais recentemente, dos alimentos. Em 2007 (continuando em 2008), todos convenceram-se de que essas pressões inflacionárias não eram transitórias, mas, sim, reflexos de uma mudança estrutural pela qual vem passando a economia mundial. Nos anos 90 e no início desta década, a política monetária passou a ter um papel dominante de sintonia fina, suficiente para controlar e alcançar as metas de inflação, explícitas ou não, num quadro de pressão deflacionária e de longa e estável prosperidade. Será que os mesmos instrumentos e metas de política monetária conseguirão estabilizar a economia dentro do atual (e novo) quadro de pressão inflacionária?

Para entender melhor a questão colocada e o novo quadro que se está vivendo em 2008, é preciso lembrar que, mesmo que os preços das *commodities* e de alimentos tenham alcançado um pico, foi gerada uma enorme mudança estrutural nos preços relativos, e a questão é saber como reagirão os setores que ficaram com seus preços defasados. Não se trata de uma pressão geral sobre os preços em função de excesso de demanda global, mas de um problema de redistribuição de renda entre setores para que a oferta se ajuste, incorporando, assim, novos recursos naturais a um novo patamar de demanda. Esse ajuste nos setores de transformação industrial ocorre com respostas imediatas e rápidas e com ganho de escala, mas isso naqueles cuja oferta depende de recursos naturais limitados e com produtividade marginal decrescente. A oferta vem reagindo com entusiasmo e certamente continuará, entretanto a lógica econômica diz que as novas fontes de matérias-primas, os possíveis produtos substitutos e as novas terras agricultáveis que serão atingidas implicarão maiores custos. A oferta de matérias-primas e alimentos reage aos preços, mas com atraso e com custos crescentes, ao passo que a incorporação de novas tecnologias leva tempo.

Nesse cenário de mudança estrutural global — pressão inflacionária internacional e pressão inflacionária

setorial —, a política monetária convencional de sintonia fina, através da manipulação da taxa de juros para controlar a demanda agregada e alcançar uma certa meta de inflação, torna-se pouco eficiente. Não se trata, pois, de controlar a demanda agregada interna para conter a inflação gerada domesticamente. Trata-se de uma pressão internacional e de uma mudança estrutural irreversível também em nível global, que gera pressões setoriais, provocando uma redistribuição de renda. As autoridades monetárias nacionais e seus instrumentos não podem frear o processo de incorporação de milhões de chineses ao mercado de consumo, os processos de redistribuição de renda setoriais e muito menos acelerar o ritmo de resposta da oferta. Ao contrário, uma eventual contração na demanda interna de um país como o Brasil, grande produtor de matérias-primas e alimentos, elevando a taxa de juros e restringindo a oferta de crédito, pode retardar a ampliação da oferta.

Nos últimos 12 meses até maio, a taxa média de inflação mundial subiu mais de dois pontos percentuais, atingindo o patamar de 5,5% ao ano. O mais notável é que esse salto foi gerado por uma aumento sincronizado e em escala global do preço de alimentos, petróleo e outras *commodities*. Isso sugere que a atual aceleração da inflação em escala mundial possa ser mais do que uma questão de oferta e realimentada pela especulação financeira.

Desse modo, por trás desse aumento sincronizado de preços, estão presentes pelo menos dois fatos do lado real da economia. Primeiro, no ano passado, atingiu-se, aparentemente, o auge de uma longa e persistente aceleração cíclica global, comandada pela expansão da economia norte-americana. De fato, as estimativas de hiato do produto (diferença entre o PIB efetivo e o potencial) dos países do G-10 caíram para menos de 3%, tendo chegado a 10% em meados da década de 70. Isso criou, globalmente, um ambiente mais propício para o reajuste de preços. O segundo fato é o crescimento espetacular dos países do Leste Asiático, com uma taxa média de cerca de 6% ao ano, há mais de duas décadas. Isso resultou em que, desde 2002, cerca de 80% do aumento na demanda de grãos e 90% do aumento de consumo de petróleo e metais passaram a ter origem nesses países.

No que se refere ao aspecto monetário, após uma política monetária apertada no início da década de 80, nos últimos anos, ela se tornou fortemente acomodativa. Desde meados da década de 90, os agregados de moeda e crédito, nos países desenvolvidos, cresceram de tal forma que hoje estão bem acima da expansão do Produto Interno Bruto nominal. Como consequência, a taxa real

de juros de longo prazo vem atingindo um dos níveis mais baixos dos últimos tempos, refletindo certa folga extraordinária de liquidez. O mesmo acontece nos países emergentes, onde a taxa de crescimento anual do volume de crédito cresce robustamente, devido ao abundante fluxo de capitais.

Assim, enquanto a existência de capacidade ociosa generalizada nos países desenvolvidos e o rápido crescimento dos países emergentes, com grandes aumentos de produtividade, bem como das exportações, geravam forte pressão deflacionária, permitiam também que os bancos centrais praticassem uma política monetária extraordinariamente expansionista e com baixas taxas de juros de longo prazo e rápido crescimento global. O ano de 2007 sinaliza, certamente, o auge desse ciclo e o início de uma nova era com pressão inflacionária.

O problema é que ainda não temos um claro diagnóstico dessa situação, muito menos instrumentos testados de política monetária que resolvam essa questão, particularmente nos países emergentes. A crescente integração dos mercados de bens e serviços vem ampliando o componente global da inflação, em detrimento do componente doméstico do aumento dos preços. Isso reduz, principalmente, a médio prazo o poder da taxa de juros enquanto instrumento convencional de controle da demanda doméstica. Com a crescente integração financeira, a taxa de juros doméstica de longo prazo pode responder mais à taxa de juros de curto prazo global do que à política monetária interna. E a elevação da taxa de juros como instrumento de apreciação da taxa de câmbio pode ter seus efeitos antiinflacionários neutralizados pelo fluxo adicional de liquidez do exterior, por criar expectativas de novas apreciações.

No próximo segmento, destacam-se alguns fatores que explicam as pressões globais de demanda e de oferta que resultam em elevação dos preços no mercado externo e, logo após, no mercado interno de cada país.

2 Algumas considerações sobre a alta dos preços dos alimentos

Os choques que afetam uma economia e têm conseqüências sobre a inflação futura podem ser classificados de demanda e de oferta, de acordo com a sua natureza. Tanto um como o outro têm seus efeitos de modo transitório ou permanente. Os choques cujos efeitos são transitórios devem ser descartados, pois,

como o seu próprio nome diz, se dissipam rapidamente e não afetam o patamar da inflação.

Os choques de demanda que atingem o dispêndio e que serão transmitidos para a inflação, alterando sua tendência, devem ser anulados pelo Banco Central, através de um movimento contrário da taxa de juros. No Brasil, atualmente, a demanda tem crescido acima do produto potencial. Nesse caso, a melhor opção para o Brasil seria uma política fiscal contracionista. Infelizmente, a falta de coordenação das políticas monetária e fiscal sobrecarrega o Bacen, que se vê obrigado a subir os juros.

Os choques de oferta trazem um dilema para a política monetária. Se esses choques produzirem uma mudança no patamar da inflação, o Bacen, não aplicando nenhum instrumento de política monetária, sancionaria o novo patamar da inflação. Por outro lado, se o Bacen desejar manter a meta de inflação para os próximos anos, terá que subir os juros, desaquecendo, assim, a economia.

No contexto atual, os analistas têm dado ênfase a fundamentos do lado da demanda, para explicar aumentos dos preços dos alimentos. Fala-se muito da elevação do consumo da China e da Índia e dos demais países emergentes, em razão de décadas de crescimento elevado da renda de uma grande parcela da população desses países que foi "incluída" no mercado. Também se dá destaque à nova demanda por biocombustíveis, sobretudo o etanol de milho, que, em menos de cinco anos, já absorveu pouco mais de 20% da produção norte-americana do grão, o equivalente a toda a produção brasileira do milho.

Somente agora os analistas passaram a dar relevo aos fundamentos do lado da oferta, para explicar a alta dos preços de alimentos. Por esse ângulo, o Brasil passou a ter destaque no cenário mundial, sobretudo em relação às exportações de soja e milho, sendo, inclusive, um grande fornecedor da China. Entre 2000 e 2007, as exportações brasileiras de soja saltaram de 11,5 milhões para 25,5 milhões de toneladas, enquanto que as de milho saíram de menos de 700.000 toneladas para 11 milhões. Entretanto, a partir de 2007, novos fatores passaram a pressionar o mercado, colocando a oferta como principal fator na alta atual e futura dos preços dos alimentos.

O vilão mais significativo foi a alta do preço do petróleo, que se tornou mais aguda a partir de janeiro de 2008 e empurrou para cima os custos agrícolas no mundo todo, os quais foram influenciados, sobretudo, pelos derivados do petróleo, como fertilizantes. O Brasil importa 70% do nitrogênio, 50% do fósforo e 90% do potássio, bem como defensivos e outros insumos

agrícolas. Além do preço do petróleo, fatores climáticos também contribuíram adicionalmente para a alta dos preços das *commodities* agrícolas a partir do final do ano passado.

No próximo segmento, procura-se verificar a política monetária praticada pelo Banco Central diante do atual contexto de pressão inflacionária.

3 A política monetária praticada pelo Bacen

Em função do processo inflacionário que se instalou na economia brasileira, no primeiro semestre de 2008, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central elevou a taxa Selic nas suas duas últimas reuniões (abril e junho), indicando, nas suas Atas nº 134 e nº 135 (Bacen, 2008; 2008a), que manterá o ritmo gradualista de aperto monetário iniciado na reunião de abril e que é atualmente de 0,5 ponto percentual por reunião, apesar de o mercado financeiro ter aumentado as suas preocupações com a aceleração inflacionária.

As Atas do Copom, de certa forma, têm a direção de acalmar os ânimos do mercado financeiro, ao assinalarem que, embora leve algum tempo, a política monetária restritiva em curso irá conter a demanda agregada e baixar a inflação. O Bacen reitera que as decisões de política monetária necessariamente levam em conta as defasagens dos mecanismos de transmissão e são parte de uma estratégia dinâmica, cujos resultados serão evidenciados ao longo do tempo.

Em outras palavras, as altas de juros baixam a inflação de forma indireta, pelos chamados canais de transmissão, como valorização do câmbio, queda da atividade econômica e contenção do crédito. Na realidade, leva algum tempo para o ciclo de transmissão da política monetária completar-se. Uma alta de juros nos cálculos do Bacen leva de três a seis meses para desaquecer a demanda e de seis a nove meses para conter a inflação.

Ao subir os juros básicos da economia de 11,75% em abril para 12,25% em junho, o Bacen já projetava a piora da inflação corrente. As perspectivas para os próximos meses, inclusive, apontam a continuidade do processo de aceleração inflacionária, pois as previsões são as de que os juros futuros sofram forte alta, levando a um aperto monetário mais intenso no início do segundo semestre deste ano.

A Ata divulgada pelo Copom em junho (Bacen, 2008a) foi mais enxuta do que as anteriores, dando

poucas pistas sobre quais serão os próximos passos da política monetária.

Na Ata de abril (Bacen, 2008), por exemplo, o Comitê informou que, naquele momento, ao aumentar os juros em 0,5 ponto percentual, o Banco Central estava fazendo uma parte relevante do aperto monetário, expressão que foi considerada uma amarra da qual a autoridade monetária precisava se livrar, pois indicava a intenção de um ciclo de aperto monetário mais curto. O Bacen, em sua última reunião, livrou-se dessa “camisa-de-força”.

Nesse evento, ele ainda concluiu que os dados referentes à atividade econômica indicavam um ritmo de expansão da demanda doméstica bastante robusto, respondendo, assim, pelo menos parcialmente, pelas pressões inflacionárias observadas no curto prazo, a despeito do forte crescimento das importações e do comportamento positivo do investimento. Mesmo no contexto de uma desaceleração moderada da economia mundial neste ano e da maior volatilidade que vem caracterizando os mercados globais desde meados de 2007, o Comitê acreditava, pelas informações disponíveis naquele momento, que o balanço de pagamentos não deveria representar risco iminente para o cenário inflacionário, avaliação corroborada pela recente atribuição de grau de investimento aos títulos da dívida soberana. Por outro lado, havia sinais de que pressões inflacionárias relevantes, tanto em economias maduras quanto nas emergentes, estariam intensificando-se, evidenciando a presença de riscos inflacionários em escala global. O Copom reiterava a visão, expressa em Atas de reuniões anteriores, de que, para a inflação brasileira, um cenário alternativo de desaceleração mundial mais intensa e generalizada representava fator de risco de sinal ambíguo. Por um lado, ao reduzir as exportações líquidas, atuaria como fator de contenção da demanda agregada. Além disso, o potencial arrefecimento dos preços de algumas *commodities* importantes poderia contribuir para uma menor inflação doméstica. De outra forma, o supracitado cenário alternativo poderia atuar desfavoravelmente para as perspectivas de inflação por intermédio de dois mecanismos, a saber: no caso de desaceleração mais forte nas economias maduras que compõem o centro do mercado financeiro global, a aversão ao risco poderia elevar-se, afetando, assim, a demanda por ativos brasileiros e possivelmente ocasionando depreciação de seus preços; no médio prazo, uma possível redução das exportações líquidas poderia ter efeito similar sobre a sustentabilidade de preços de certos ativos brasileiros.

Diante da deterioração das perspectivas para a inflação em ambiente de maior incerteza, o Comitê

salienta que o risco de materialização de um cenário inflacionário menos benigno seguirá elevado. Enfatiza, também, que o principal desafio da política monetária, nesse contexto, é garantir que os resultados favoráveis obtidos nos últimos anos se estendam no tempo. Em particular, cabe à política monetária agir para que impactos inicialmente localizados sobre os índices de inflação, parcialmente derivados de ajustes de preços relativos que ocorrem em escala global, não levem, por meio de uma piora das expectativas, a uma deterioração persistente da dinâmica inflacionária. Para o Bacen, a preservação da estabilidade monetária é condição necessária para que o sistema de preços relativos continue sinalizando eficientemente os ajustes necessários nos padrões de consumo e produção vigentes na economia.

Para o Copom, é elevada a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação, uma vez que o aquecimento da demanda doméstica e do mercado de fatores e a possibilidade do surgimento de restrições de oferta setoriais podem ensejar, de certa forma, aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor e que as perspectivas para esse repasse, bem como para a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, dependem, de forma crítica, das expectativas dos agentes econômicos para a inflação, que tem mostrado elevação significativa ultimamente e que é monitorada com particular atenção. Cabe salientar-se que, embora o setor externo exerça alguma disciplina sobre a inflação no setor de transacionáveis, o aquecimento da demanda doméstica pode desencadear pressões inflacionárias mais intensas no setor de não transacionáveis, por exemplo, nos preços dos serviços. Nesse contexto, a autoridade monetária tem conduzido suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação, em anos recentes, sejam permanentes. Na realidade, a persistência de uma atuação cautelosa e tempestiva da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que, mesmo diante de pressões inflacionárias em escala global, a inflação no Brasil siga evoluindo segundo a trajetória de metas.

4 Considerações finais

Como se viu, uma das principais causas da recente aceleração da inflação é oriunda, fundamentalmente, de pressões do exterior decorrentes dos aumentos

dos preços dos alimentos e das *commodities*, e é difícil imaginar que a taxa de juros Selic tenha qualquer efeito sobre ela. Essa é uma razão suficientemente forte para não se criar muita expectativa em torno da inflação para o próximo ano. Ao contrário de 2007, quando o Governo tinha que definir a meta de 2009 e houve divergências entre o Banco Central (que defendia uma redução da meta) e o Ministério da Fazenda (que optou por manter os mesmos 4,5% e venceu a discussão), agora, há um certo consenso de que não dá para ousar muito.

O debate no Governo, aliás, é outro: se é preciso adotar novas medidas de caráter monetário para conter a escalada dos preços, ou se é mais aconselhável aguardar que a medida de elevação da taxa de juros (taxa de juros Selic), tomada a partir de abril, produza seus efeitos no tempo. Adotar mais medidas (por exemplo, restrição de crédito) antes dos efeitos das já adotadas poderá causar problemas para o crescimento econômico. A tese de que a inflação ainda vai aumentar antes de começar a se estabilizar e a cair, o que deve ocorrer só depois de outubro e novembro deste ano, recomenda que se deve esperar.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Comitê de Política Monetária. **Ata da Reunião 134 do COPOM**. Brasília, D. F.: Bacen 15 abr. 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM>>. Acesso em: 12 jun. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Comitê de Política Monetária. **Ata da Reunião 135 do COPOM**. Brasília, D. F.: Bacen 04 jun. 2008a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM>>. Acesso em: 12 jun. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. **Relatório de inflação**. Brasília: BACEN, jun. 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 15 jun. 2008b.

